

OPERATIONS D'EURO PP ET SONDAGES DE MARCHÉ

Pourquoi les opérations d'Euro PP
ne doivent pas être soumises
à l'article 11 de MAR

ANALYSE DE L'AMAFI

I. HISTORIQUE / ENJEUX / ACTION PROPOSEE

1. Lors des travaux de Place menés à partir de 2013 sous l'égide de la Banque de France, de la Direction Générale du Trésor (DGT) et de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris Ile-de-France (CCIP) qui ont conduit à la publication de la **Charte Euro PP** au début de 2014, il avait été identifié qu'il existait une incertitude quant à l'application, ou non, aux opérations d'Euro PP de la « *Norme Professionnelle AMAFI relative aux sondages de marché et aux tests investisseurs* »¹ (la Norme AMAFI) et que cette incertitude constituait un véritable frein au développement de ces opérations.

2. Face à cette difficulté, une analyse a été conduite qui a abouti à la conclusion (pour les raisons énoncées dans la section II ci-après) que les discussions menées avec des investisseurs potentiels visant à négocier les termes et conditions de leur participation à une opération d'Euro PP ne rentraient pas dans le champ de la Norme AMAFI et n'étaient pas de ce fait soumises à la procédure des sondages de marché. Celle-ci a donc été amendée, après approbation de l'AMF, et une nouvelle version de la Norme, excluant spécifiquement les opérations d'Euro PP de son champ d'application, a été émise en mars 2014².

3. L'entrée en application, le 3 juillet 2016, du Règlement Abus de marché (MAR)³, a conduit l'AMF à réviser son Règlement Général⁴ (RG AMF) pour, notamment, supprimer les dispositions françaises relatives à des matières traitées dans MAR, selon un principe dit de « *transposition négative* ». Les sondages de marché faisant l'objet de **l'article 11 de MAR**, l'article 216-1 du RG AMF a été supprimé, ce qui a entraîné par voie de conséquence l'abrogation de la Norme AMAFI devenue caduque.

¹ Norme Professionnelle AMAFI relative aux sondages de marché et aux tests investisseurs – Note *AMAFI / 12-30* du 11 juillet 2012. Cette Norme professionnelle, validée par l'AMF, accompagnait l'encadrement réglementaire posé par l'article 216-1 du RG AMF (introduit en octobre 2012) en cas de transmission d'informations privilégiées dans le cadre de la pratique des sondages de marché réalisés, notamment dans le cadre de placement de titres financiers sur le marché primaire.

² Norme Professionnelle du 4 mars 2014 (*AMAFI / 14-11 qui annule et remplace la version de 2012*).

³ Règlement (UE) 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

⁴ Révision opérée notamment par l'arrêté d'homologation du RG AMF du 14 septembre 2016.

4. Pour autant, l'analyse précitée, appliquée désormais à l'article 11 de MAR, est maintenue pour les raisons détaillées ci-après⁵. Souhaitant éclairer ses adhérents dans la mise en œuvre de MAR, l'AMAFI a publié en juin 2016 un document de Questions-Réponses concernant sa mise en œuvre et son interprétation (*AMAFI / 16-29*). Ce document a été enrichi dans une nouvelle version publiée en février 2017 (*AMAFI / 17-13 disponible en français et en anglais*). Dans l'une et l'autre version, il est réaffirmé, dans la réponse à la Question 2.5 (« *les opérations d'Euro PP sont-elles exclues de la définition du Sondage de marché ?* »), que les opérations d'Euro PP, telles que définies dans la Charte Euro PP⁶, n'entrent pas dans le champ de la définition des sondages de marché.

5. Cette interprétation est toujours celle **des services de l'AMF** qui non seulement ont, informellement, validé le contenu des analyses énoncées dans le document de Questions-Réponses de l'AMAFI mais ont surtout indiqué, lors de la 17^{ème} Journée de formation des RCCI et des RCSI, le 21 mars 2017, que l'élément de la définition d'un sondage de marché, à l'article 11 de MAR, qui se réfère à l'objectif poursuivi (« *afin d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions attachées à celle-ci, telles que son volume ou ses conditions tarifaires habituelles* ») « **n'inclut pas les placements privés sans procédure de book building et notamment pas les Euro PP** »⁷.

6. Si cette position semble généralement acceptée en France, elle est perçue par certains, en dehors des frontières nationales et notamment outre Manche, comme une « *position française* » qui n'aurait pas de légitimité européenne. De ce fait, en présence d'opérations internationales, même impliquant des banques françaises, mais pilotées à l'extérieur de la France, les appréciations sur ce sujet varient et les doutes qui existent aboutissent souvent, sans justification liée aux caractéristiques particulières de l'opération, à privilégier la solution qui présente le moins de risques juridiques (et consiste donc à imposer la procédure des sondages de marché). Cela crée une **absence de prévisibilité** quant à la position juridique qu'il convient de retenir et constitue un **frein au développement de ces opérations** pour les raisons qui avaient motivé, dès 2013, l'analyse conduite en France et qui sont rappelées dans la section III ci-après.

7. C'est pourquoi l'AMAFI estime que cette question, qui relève de l'interprétation de MAR, doit, dans un premier temps, faire l'objet de précisions de la part de l'AMF, en sa qualité d'autorité nationale compétente pour poursuivre et sanctionner les abus de marché commis sur des titres traités sur les marchés qui relèvent de sa compétence (*MAR, art. 22*). Dans un second temps, compte tenu de la volonté de faire du format Euro PP un standard européen, il serait utile que la question soit **portée devant l'ESMA** avec le soutien actif des pouvoirs publics français qui depuis l'origine ont accompagné et soutenu le développement du marché de l'Euro PP. L'objectif serait d'obtenir de l'autorité de régulation européenne qu'elle confirme la clarification souhaitée, probablement par le biais d'une « *Question-Réponse* » insérée dans son document « *Questions & Answers on the Market Abuse Regulation* ». Cette démarche vis-à-vis de l'ESMA serait naturellement soutenue activement par l'AMAFI et plusieurs autres associations professionnelles européennes⁸.

8. L'AMAFI estime qu'il y a là un **enjeu fort** pour le financement des entreprises, et particulièrement pour ce mode de financement alternatif que la Place de Paris a su développer, notamment grâce aux standards de marché (*Charte, Contrats-types, Code de bonnes pratiques des*

⁵ Dans son document de consultation du printemps 2016, l'AMF avait indiqué qu'à la suite de l'abrogation pour cause de caducité de la Norme AMAFI « *il conviendra d'examiner l'opportunité de réintroduire dans une doctrine nationale, l'exemption des règles de sondage de marché prévue par la Norme AMAFI sur les opérations d'Euro PP* ».

⁶ C'est-à-dire les opérations définies par la « *Charte relative aux Euro Private Placements ou Euro PP - Document de Place* » de juin 2014, disponible sur le site dédié www.euro-privateplacement.com.

⁷ Slides disponibles sur le site de l'AMF (<http://www.amf-france.org/Publications/Colloques-et-journees-d-information/Journee-des-RCSI-RCCI.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F4ad8d54d-8349-4047-b4f8-83e029f29696>).

⁸ Dont l'ICMA (*International Capital Market Association*) et l'AFME (*Association for Financial Markets in Europe*).

*arrangeurs d'opérations d'Euro PP, etc...)*⁹ qui ont pu être mis en place et endossés par les associations représentatives de toutes les parties prenantes à une opération d'Euro PP.

9. L'enjeu économique de la démarche qui est proposée est exposé plus en détail dans la section III ci-après, après un rappel, dans la section II, de **l'analyse juridique** qui a conduit à la position soutenue par la France.

II. ANALYSE JURIDIQUE AYANT CONDUIT A L'EXCLUSION DES OPERATIONS D'EURO PP DU CHAMP DES SONDAGES DE MARCHÉ

10. L'analyse juridique qui avait conduit à la position exprimée à l'origine dans la Norme AMAFI n'ayant pas été affectée par les termes de l'article 11 de MAR, il suffit de se référer à ces termes, sans qu'il soit besoin d'examiner la question sous l'environnement antérieur.

11. L'article 11 de MAR définit un sondage de marché comme « *la communication d'informations, avant l'annonce d'une transaction, afin d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions attachées à celle-ci, telles que son volume ou ses conditions tarifaires éventuelles, à un ou plusieurs investisseurs potentiels* », notamment par un émetteur.

12. Or, si dans le cas d'une opération d'Euro PP, telles que définies dans la Charte Euro PP¹⁰ ainsi d'ailleurs que dans le *European Corporate Debt Private Placement Market Guide* de l'ICMA¹¹ (*ECPP Guide*), les informations communiquées aux investisseurs potentiels le sont bien « *avant l'annonce d'une transaction* », cette communication n'a pas en revanche pour objet « *d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions attachées à celle-ci, telles que son volume ou ses conditions tarifaires éventuelles* ».

En effet, dans le cadre de la préparation d'une opération d'Euro PP, l'enjeu n'est pas de préciser avec quelques investisseurs sélectionnés, certaines caractéristiques d'une opération (et notamment son prix) en vue de favoriser ses chances de succès auprès des nombreux autres investisseurs auxquels elle sera proposée, mais d'identifier les investisseurs potentiels avec lesquels l'ensemble des caractéristiques (y compris contractuelles) de cette opération d'Euro PP pourra être négocié¹².

L'implication des investisseurs, dès la volonté connue de l'émetteur de tenter une Opération d'Euro PP, est nécessaire et consubstantielle à l'élaboration même de l'opération. C'est uniquement parce que des investisseurs sont parties prenantes aux discussions que l'opération peut être construite et se réaliser *in fine*.

Les discussions avec les investisseurs ne visent donc aucunement à préparer une opération qui pourra être lancée, que les investisseurs contactés acquièrent ou pas les titres finalement émis : elles s'inscrivent dans le processus d'offre lui-même et constituent le processus de négociation de l'ensemble des éléments de l'opération, à savoir les conditions juridiques comme les modalités économiques.

⁹ Disponibles en français et anglais sur le site www.euro-privateplacement.com

¹⁰ V. supra note n° 8. Un Euro PP est notamment défini comme une opération de financement à moyen ou long terme entre une entreprise, cotée ou non, et un nombre limité d'investisseurs institutionnels qui repose sur une documentation *ad hoc* négociée entre l'emprunteur et les investisseurs, avec généralement la présence d'un arrangeur. Elle se différencie en particulier d'une émission obligataire publique et syndiquée de type Eurobond ou d'une émission sous la forme d'un placement privé dans le cadre d'un programme d'EMTN ou de TCN.

¹¹ Guide publié en octobre 2016 par l'*International Capital Market Association (ICMA)*, v. p.6 "*ECPP Characteristics*".

¹² L'importance de cette négociation dans la caractérisation d'une opération d'Euro PP est bien mise en évidence dans le *European Corporate Debt Private Placement Market Guide* qui précise notamment ce qui suit : "*Negotiation of contractual terms and conditions between the Borrower and the Investors is an important feature of an ECPP, with the whole process more closely resembling that of the bank loan market. This distinguishes an ECPP from public bond issues, where Investors subscribe to an issue without usually being involved in these negotiations, and from a SSD transaction, where the Arranger negotiates the majority of the contractual terms and conditions in advance of them being presented to the Investors...*"

C'est cette analyse des caractéristiques propres aux opérations d'Euro PP, telles que définies dans la Charte Euro PP et dans le *ECPP Guide* de l'ICMA, qui conduit à la conclusion que ces opérations ne rentrent pas dans la définition donnée par l'article 11 des sondages de marché et, de ce fait, ne doivent pas être assujetties aux dispositions de cet article. **Cette conclusion tirée de l'analyse des dispositions d'un Règlement européen devrait donc s'appliquer à l'ensemble des Etats membres de l'Union Européenne.**

13. Si la communication d'informations dans le cadre d'une opération d'Euro PP ne doit donc pas être soumise aux dispositions de l'article 11 de MAR, cela ne signifie naturellement pas qu'elle échappe à tout encadrement et qu'elle ne peut pas dans certaines circonstances être assujettie à MAR. C'est ainsi qu'un modèle d'**Accord de Confidentialité (Non Disclosure Agreement – NDA)** a été prévu en **annexe à la Charte Euro PP et au ECPP Guide**¹³, pour gérer la communication, à des investisseurs potentiellement intéressés par un projet de placement privé, d'informations confidentielles concernant l'émetteur. L'article 6 (« Informations privilégiées ») traite particulièrement de la situation dans laquelle certaines de ces informations peuvent être considérées comme « *privilégiées* », auquel cas le bénéficiaire de ces informations s'engage à ne pas en faire usage à des fins illégales, en violation de la législation applicable.

III. ENJEU ECONOMIQUE DE LA DEMARCHE PROPOSEE

14. Au-delà des arguments juridiques précédemment énoncés, il existe un véritable enjeu économique de la démarche proposée. En effet, soumettre les opérations d'Euro PP à la procédure des sondages de marché, implique des contraintes d'une grande lourdeur pour l'arrangeur mais également pour **l'investisseur potentiel qui est sondé** qui, quelle que soit la nature de l'information, c'est-à-dire **que celle-ci soit ou non privilégiée**, doit :

- (i) Etablir, mettre en place et maintenir lui-même des procédures internes sur la tenue de sondages de marché¹⁴,
- (ii) Désigner des personnes suffisamment formées afin de pouvoir gérer correctement les flux d'information qu'elles reçoivent lors du sondage. La désignation de cette/ces personnes doit être enregistrée,
- (iii) Mettre en place des contrôles,
- (iv) Assurer la piste d'audit des sondages de marchés pendant 5 ans.

Ceci constitue un investissement significatif en temps et en effectifs.

15. Lorsque l'investisseur reçoit de l'information lors d'un sondage de marché, il doit lui-même **apprécier s'il s'agit d'information privilégiée ou non**, et ceci **durant tout le processus du sondage de marché**. Il doit garder la piste d'audit de son analyse. Or, dans le cadre de la négociation d'un Euro PP qui peut durer plusieurs semaines, cette **procédure d'analyse devrait être logiquement répétée lors de chaque échange d'information** entre l'émetteur, l'arrangeur et l'investisseur et chaque fois la piste d'audit de cette analyse doit être assurée.

16. En cas de transmission d'informations privilégiées, la réglementation MAR impose une période d'abstention qui s'applique également en cas de signature d'un Accord de Confidentialité¹⁵. Toutefois, soumettre systématiquement les opérations d'Euro PP à la procédure des sondages de marché lorsqu'il n'y a pas transmission d'informations privilégiées (ce qui est souvent le cas) aboutit à imposer dans tous les cas des contraintes qui ne sont pas requises par MAR en l'absence d'information privilégiée.

¹³ V. *Appendix 2*, article 6 « *Inside Information* ».

¹⁴ V. *Position AMF DOC 2017-02 concernant les personnes visées par les sondages de marché* qui incorporent dans les pratiques de régulation de l'AMF, les orientations de l'ESMA publiées le 10 novembre 2016 (ESMA/2016/1477).

¹⁵ V. *supra*, § 13

17. Très concrètement, ces contraintes conduisent soit à générer des délais supplémentaires dans la prise de décision des investisseurs pour accepter d'être sollicités, soit à générer des refus purs et simples d'investisseurs refusant d'être soumis à cette procédure impliquant des conséquences opérationnelles lourdes (v. *supra* §14) et d'engager leur responsabilité quant à la qualification de l'information, en tant qu'information potentiellement privilégiée.

18. Enfin, au-delà de la lourdeur du processus, ces contraintes, sur un marché où par définition le nombre d'investisseurs est limité, sont de nature à avoir des conséquences en termes de liquidité qui peuvent affecter la capacité à conclure certaines opérations et le *pricing* des opérations et donc, par voie de conséquence, le développement du marché de l'Euro PP.

IV. ACTION ENVISAGEE

19. Il apparaît donc essentiel, pour poursuivre le développement des opérations d'Euro PP, que **la position juridique évoquée au II ci-dessus soit d'abord confirmée au niveau français par l'AMF, puis énoncée au niveau européen par l'ESMA**. Comme indiqué plus haut (v. § 7), ce dernier objectif pourrait être atteint au travers d'une **question-réponse de l'Autorité européenne** (l'ESMA).

Pour cela, il sera important que l'AMF porte avec force cette question devant l'ESMA avec, eu égard aux enjeux économiques, le soutien actif de la Banque de France et la Direction du Trésor.

